

2020 年 4 月 28 日

中国宏观观察

ESG 投资的蓝海

④ 市场已经达成共识：监管将逐步强制披露 ESG 有关信息。同时，包括中国香港、新加坡、印度尼西亚、欧盟等在内的多个国家和地区已经实施了强制性 ESG 信息披露制度，中国 A 股也处于由自愿向强制披露转变的过程中。可以预见，随着监管部门对于 ESG 信息逐步重视，在中国上市公司长期发展策略中，ESG 将成为重要的考虑因素。因此，投资中国市场时，ESG 也将成为投资策略成功必不可少的因子。

④ 尽管监管仍未强制 ESG 信息披露，客户需求增长已让不少中国投资机构大力拓展了以 ESG 为主导的投资基金。当前，ESG 相关基金的配置主要偏重科技、医药和消费板块。但奇怪的是，这些在新冠疫情中表现最佳的行业并未让 ESG 策略在一些发达市场中获得超额收益。比如，2008 年来，MSCI 全球 ESG 领头公司指数和 MSCI 全球指数的表现几乎没有任何区别。

④ ESG 策略暂时不能跑赢广义市场指数。这很可能是因为高昂的合规成本和暂时非强制性的 ESG 合规要求，使目前实行 ESG 的企业反而面临成本劣势。比如，许多市场参与者表示，ESG 信息数据非常难得，而且相当不规范。在监管逐渐趋向强制性披露的现在，当所有企业把 ESG 概念纳入业务后，合规成本将不再是对实行 ESG 企业的劣势。

换句话说，未来所有企业都必须 ESG 合规，并承担同样的合规成本。在此情况下，ESG 的投资优势很可能将体现出来。在欧洲，ESG 合规是强制性的，而 ESG 策略产生的回报高于广义市场指数。这个观察表明，一旦监管转变为强制性，市场资金将进一步向 ESG 公司倾斜。

④ 在新冠疫情爆发期间，ESG 投资策略因明显的超额回报而引发了市场关注。谷歌关键词搜索显示，对于 ESG 的关注度在最近一段时间相对平时倍增。疫情时期这个策略的超额收益主要来源于其对于医疗保健、消费等板块的配置。或者说，现在市场对于 ESG 的理解被狭隘地定义在这些“无公害”行业里，仅仅体现了这个三因子策略里对于环境和社会责任因子的重视。

因此，尽管 ESG 投资策略在疫情中大放异彩，我们还不能肯定它的回报因子来自于这个策略本身，还是疫情产生的特殊情况。如上所述，随着 ESG 合规强制化，这个策略在中国的需求将进一步增长，其定义也将不断地拓宽，涵盖它所有的方面。这将催化 ESG 投资在中国的发展。随着越来越多的行业被考虑到 ESG 投资策略里，这个策略真正的表现将逐步地被了解。

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1805

洪灏, CFA

hao.hong@bocomgroup.com
(852) 3766 1802

研究部主管

谭淳

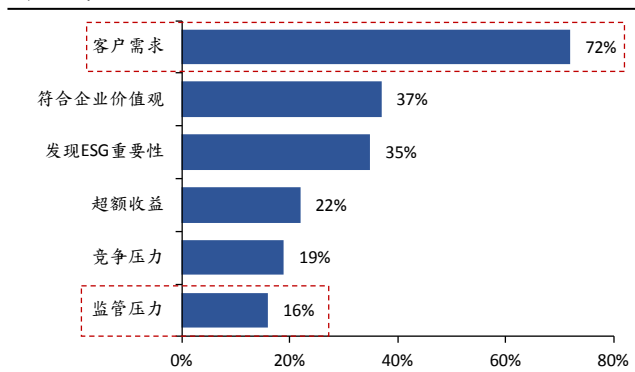
karen.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1825

彭非

fei.peng@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

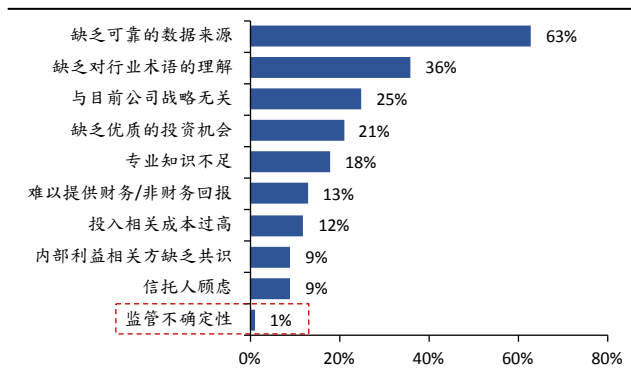
本周焦点图表

图表 1: 客户需求是当前投资机构开展 ESG 投资的主要驱动力



资料来源：毕马威，交银国际

图表 2: 监管将逐步强制披露 ESG 有关信息是市场共识



资料来源：毕马威，交银国际

ESG 是投资新蓝海

ESG 议题在全球受到越来越多关注。彭博的调研显示，43%来自买方、卖方和企业的受访者表示 ESG 议题（2019 年）比 3 年前更为重要。市场已经达成共识：监管将逐步强制披露 ESG 有关信息。同时，包括中国香港、新加坡、印度尼西亚、欧盟等的多个国家和地区已经实施了强制性 ESG 信息披露制度，中国 A 股目前也处于由自愿向强制披露转变的过程中。作为较早对 ESG 披露做出指引的交易所，港交所自 2012 年发布《ESG 报告指引》起，不断提升 ESG 信息披露要求，加强上市公司在 ESG 表现方面的信息透明度。我们认为监管层面的引导是上市企业规范发展、重视 ESG 的重要外部力量。当然真正提高上市公司质量的根本还在于企业自身。从长远来看，提早布局或将为企业带来先发优势。此外，在 ESG 方面表现优秀的企业也能建立良好的社会形象，提升企业的声誉及投资吸引力。

可以预见，随着监管部门对于 ESG 信息的逐步重视，在中国上市公司长期发展策略中，ESG 将成为一个重要的考虑因素。因此，投资中国市场时，ESG 也将成为投资策略成功必不可少的因子。

图表 3: 不同国家和地区 ESG 信息披露要求比较与趋势

国家/地区	披露情况	ESG 报告	ESG 信息披露	相关监管机构
中国 A 股	2020 年预计实现所有上市公司的强制性环境信息披露	自愿披露	部分强制披露环境信息，即将扩大到所有公司	中国证券监督管理委员会 (CSRC) 等
中国香港	上市公司需在 2020 年 7 月后强制披露 ESG 相关报告	强制披露	分为强制披露和 "Comply or Explain" 原则	香港交易所 (HKEX)
新加坡	超过 99% 的上市公司已提交了可持续发展报告	强制披露	基于 "Comply or Explain" 原则	Singapore Exchange (SGX), Monetary Authority of Singapore (MAS)
日本	仅要求披露公司治理相关信息	自愿披露	强制披露 Corporate Governance Report	Tokyo Stock Exchange (TSE), Japan Exchange Group (JPX)
印度尼西亚	所有上市公司将在 2020 年强制性披露可持续发展报告	强制披露	强制披露	Financial Services Authority (FSA)
欧盟	成员国内超过 6000 家公司遵循了 ESG 报告发布指引	强制披露	强制披露	欧盟及各成员国相关机构
英国	强制披露公司治理情况信息，并正在探索强制披露气候变化相关信息的可行性	自愿披露	强制披露 Strategic Report，覆盖 ESG 议题	Financial Reporting Council (FRC), HM Treasury
美国	上市公司披露 ESG 信息的压力日渐增长	自愿披露	强制披露环境信息	Securities and Exchange Commission (SEC)
澳大利亚	所有上市公司必须发布公司治理相关情况陈述	自愿披露	强制披露 Corporate Governance Statement，遵循 "If not, why not?" 原则	Australian Securities and Investments Commission (ASIC)
加拿大	目前仅要求披露公司治理相关信息	自愿披露	强制披露公司治理相关信息	Canadian Securities Administrators (CSA)

资料来源：妙盈科技，交银国际

客户需求是当前开展 ESG 投资的主要驱动力

尽管监管仍未强制 ESG 信息披露，客户需求增长已让不少中国投资机构大力拓展了以 ESG 为主导的投资基金。当前，ESG 相关基金的配置主要偏重科技、医药和消费板块。但奇怪的是，这些在新冠疫情中表现最佳的行业并未让 ESG 策略在一些发达市场中获得超额收益。比如，2008 年来，MSCI 全球 ESG 领头公司指数和 MSCI 全球指数的表现几乎没有任何区别。

ESG 策略暂时不能跑赢广义市场指数。这很可能是因为高昂的合规成本和暂时非强制性的 ESG 合规要求，使目前实行 ESG 的企业反而面临着成本劣势。比如，许多市场参与者表示，ESG 信息数据非常难得，而且非常地不规范。在监管逐渐趋向强制性披露的现在，当所有企业把 ESG 概念纳入业务后，合规成本将不再是对实行 ESG 企业的劣势。

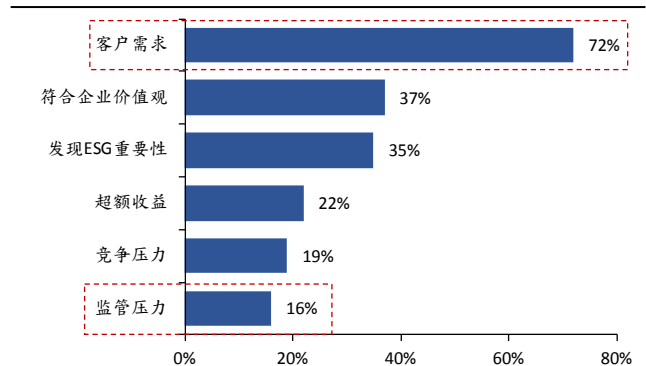
换句话说，未来所有企业都必须 ESG 合规，并承担同样的合规成本。在此情况下，ESG 的投资优势很可能将体现出来。在欧洲，ESG 合规是强制性的，而 ESG 策略产生的回报高于广义市场指数。这个观察表明，一旦监管转变为强制性，市场资金将进一步向 ESG 公司倾斜。

图表 4: ESG 策略在发达市场并无超额收益



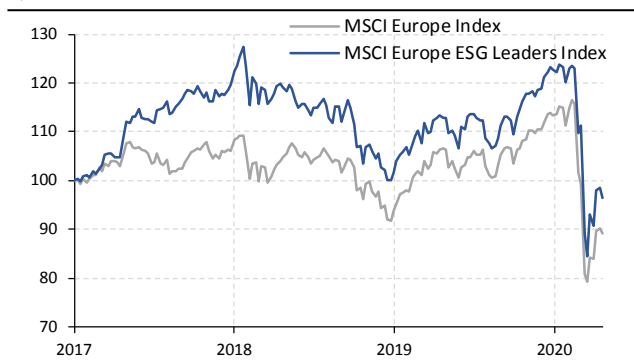
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 5: 客户需求是当前投资机构开展 ESG 投资的主要驱动力



资料来源：毕马威，交银国际

图表 6: 在欧洲，ESG 策略产生的回报高于广义市场指数



资料来源：彭博，交银国际

企业披露 ESG 相关信息有限

ESG 可以创造出独特的 alpha 吗？我们在报告《解析 ESG 投资策略》（20191203）（附录 1）中提到，历史来看，ESG 策略在发达市场并无超额收益，而在新兴市场表现相对较好。通过分析 ESG 成分股我们发现，ESG 评分较高的公司，拥有低估值、高 ROE、低波动率的特征。其选股策略与价值投资理念部分重合，“龙头效应”明显。因此，即使 ESG 指数相对表现较好，我们也很难以确定是得益于 ESG 策略的独特 alpha。

由于 ESG 大部分是除财务数据以外的无形信息，因此其对公司基本面产生的影响很难量化。例如 S（社会）中提到的员工性别平等、人文关怀、公益慈善等，G（公司治理）中提到的道德行为准则、反不公平竞争等因素，本身就难以用数据来量化，且往往与其他因子有相互作用，无法单独剥离出来。因此，我们认为虽然 ESG 因子对公司价值会产生一定影响，但现在很难直接反映在估值模型之中。现阶段其在估值中的反映往往是一票否决，而非涉及合理定价。ESG 策略在行业选择上有明显侧重，许多 ESG 主题基金甚至直接排除对烟酒、武器、煤炭等行业的配置。当然，基金公司目前正致力于将 ESG 因子量化，以准确衡量其对企业价值的影响力。

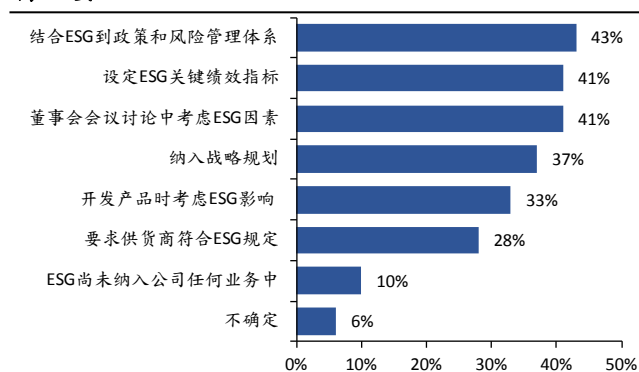
当前企业披露 ESG 相关信息有限

当前，包括 MSCI、FTSE Russell、Sustainalytics、中证等在内的数据商已经对全球数千家公司进行了 ESG 评级，然而由于不同评级机构在评级方式、评分规则和指标体系方面有不同的侧重点，即使面对相同公司也可评出相去甚远的结果，可比性较低。以特斯拉为例，其在 MSCI 的 ESG 评分体系中评级为 A，是汽车行业的领跑者之一，却在 FTSE 评级中垫底。行业层面来看，**图表 7** 展示了 11 个行业的 ESG 排名，MSCI 的评级体系显示公用事业排名第一，而 Sustainalytics 则将公用事业排在第十。差异的产生或与 ESG 评级难以标准化相关。

ESG 相关数据信息缺乏是当前该投资策略的困境之一。调研显示，高达 63% 的基金经理表示“缺乏可靠的数据来源”是当前开展 ESG 投资的主要挑战。同样对于数据供应商而言，数据来源更多的是基于公司自身披露的年报及可持续发展报告等公开信息。因此其质量的优劣与企业管理层本身对其认知及重视程度存在一定的正向关系。毕马威的调查发现，尽管联交所早于 2012 年就发布了第一版的《环境、社会及管治报告指引》，但至今仍仅有 37% 的企业管理层将 ESG 议题整合到企业的战略规划之中，可见对绝大部分公司的实际业务而言 ESG 尚属次要。此外，企业难以把控到底什么信息才是投资者真正关注的，公司 ESG 信息披露缺乏标准的框架体系。

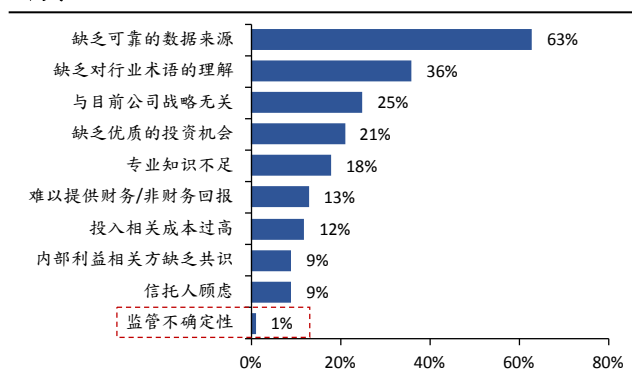
除却数据本身，投资者对 ESG 专业知识的不足也同样限制了 ESG 投资的实施。调查结果显示，36% 的对冲基金经理表示“缺乏对行业术语的理解”、18% 的受访者表示“缺乏专业的知识”。当然我们也相信，随着投资战略对 ESG 关注度上升，相关短板可通过参与研讨会、聘请第三方咨询机构、招揽相关专业人才等方式弥补。

图表 7: 对绝大部分公司的实际业务而言 ESG 尚属次要



资料来源：毕马威，交银国际（基于港股调查）

图表 8: 监管将逐步强制披露 ESG 有关信息是市场共识



资料来源：毕马威，交银国际

图表 9: 各机构评级结果可比性较低

行业(Sector)	排名(Ranking)	
	MSCI	Sustainalytics
公用事业(Utilities)	1	10
工业(Industrials)	2	7
房地产(Real estate)	3	1
信息技术(Information Technology)	4	3
医疗保健(Health care)	5	6
日常消费品(Consumer staples)	6	8
金融(Financials)	7	5
非必须消费品(Consumer discretionary)	8	2
电信业务(Communication services)	9	4
能源(Energy)	10	11
原材料(Materials)	11	9

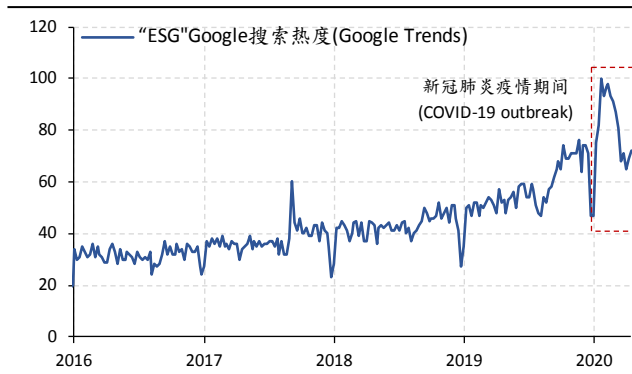
资料来源: Blackrock, 交银国际

疫情下 ESG 投资策略再度引发市场关注

在新冠疫情爆发期间, ESG 投资策略因产生明显的超额回报而引发了市场关注。Google 搜索指数显示, 疫情爆发以来, 词条“ESG”搜索指数从 47 飙升最高至 100。此轮疫情下, ESG 主题基金相对大盘跌幅较小。全球 2800 多只 ESG 基金中约有 400 多只取得正收益, 在同期标普 500 指数下跌超过 20% 的情况下, 平均收益率约为 -12.2%。在 A 股市场中, 基于万得 ESG 投资基金数据, 年初至今有超过六成 ESG 主题基金取得正收益, 表现最佳的几只基金今年盈利近 20%。疫情时期 ESG 策略的超额收益主要来源于其对于医疗保健、消费等板块的配置。或者说, 现在市场对于 ESG 的理解被狭隘地定义在这些“无公害”行业里, 仅仅体现了这个三因子策略里对于环境和社会责任因子的重视。

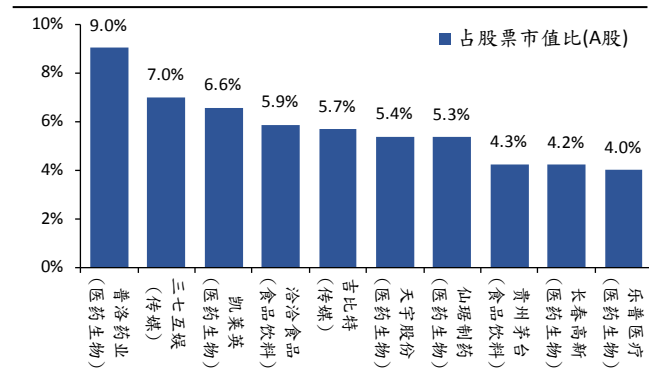
因此, 尽管 ESG 投资策略在疫情中大放异彩, 我们还不能肯定它的回报因子来自于这个策略本身, 还是疫情产生的特殊情况。如上所述, 随着 ESG 合规强化, 这个策略在中国的需求将进一步增长, 其定义也将不断拓宽, 涵盖它所有的方面。这将催化 ESG 投资在中国的发展。随着越来越多行业被考虑到 ESG 投资策略里, 这个策略真正的表现将逐步地被了解。

图表 10: 疫情期间词条“ESG” Google 搜索指数飙升



资料来源: Google Trends, 交银国际

图表 11: 表现最佳的 ESG 主题基金之一“银河现代服务主题”高配医药股



资料来源: 万得, 交银国际

附录 1 - 《解析 ESG 投资策略》

- ④ **环境、资源、社会文明等问题日益严峻，给全球经济与金融体系带来挑战。**自从 2015 年达成《巴黎协定》以来，国际社会对绿色金融和 ESG 投资理念给予广泛关注。中国在国际投资与战略发展中亦积极推进绿色投资，将生态平衡与绿色发展理念融入经贸合作，促进经济、社会、生态的可持续发展。近年来，中国投资者已加速对 ESG 产品的布局。尽管 ESG 在中国仍处于发展初期，但得益于绿色金融政策的支持以及海外资金加速入场，中国 ESG 投资概念将迎来新的发展机遇。
- ④ **ESG 理念起源于社会责任投资。**它将环境（Environment）、社会（Social）、公司治理（Governance）三个社会责任投资中最重要的因子纳入投资分析，来评估企业运营的可持续性和社会影响，旨在获得稳定的长期收益。ESG 投资在发达国家通过几十年的发展，投资理念趋于成熟，逐渐被养老金、共同基金等机构投资者接纳并运用。
- ④ **ESG 在不同市场对投资回报的影响存在差异，ESG 领先指数在新兴市场表现好于发达市场。**在发达市场，ESG 投资理念渗透率较高，发展成熟，基于 ESG 评级的选股策略带来的超额收益十分有限。不过，在 ESG 理念尚在起步阶段的新兴市场，基于 ESG 选股策略的领先指数相对于基准指数似乎存在更多投资价值。
- ④ **ESG 未必能创造独特的 Alpha。**虽然在 A 股市场，ESG 领先指数有着较好的表现，但基于 ESG 评级的选股策略与价值投资理念部分重合。我们并不能肯定 ESG 策略形成自己独特的选股优势，能为投资者带来持续的超额收益。A 股市场中 ESG 评分较高的公司，多属于行业龙头，并且拥有低估值、高 ROE、低波动率的特征，对下行风险有一定的把控作用。
- ④ **ESG 评级较低的公司并非不能给投资者带来超额收益，ESG 对行业的偏见可能会令投资者错失良机。**有学术文献指出，投资于某些“罪恶股票”——诸如酒精、烟草、赌博和武器等公司——在历史上能产生显著的正向回报。此外，在 ESG 评级系统下，A 股市场表现亮眼的白酒和养猪概念股很可能被直接剔除。MSCI 评级系统中，贵州茅台与五粮液评级仅为 B。养猪概念股一牧原股份和正邦科技均被给予 CCC 的最低评级。
- ④ **因此，ESG 投资愿景虽然符合可持续发展理念，但 ESG 策略并非万能，投资者对此还需客观看待。**目前来看，ESG 策略仍存在诸多不确定因素。例如，为何 ESG 不能适用于全部市场？所谓的 ESG 超额收益是否能被其他因子解释？ESG 低评级股票就没有超额收益吗？这些问题还待我们进一步的研究论证。

